

企业集团、产业生命周期与战略选择

邢 斐, 陈诗英, 蔡嘉瑶

[摘要] 跨产业经营的企业集团在产业周期不同阶段的战略决策,既关系微观层面的企业集团自身发展和转型,又关乎中国产业结构优化升级的宏观目标。本文在产业生命周期背景下,以2004—2019年中国上市公司为样本,研究企业集团与独立企业的战略选择差异。研究发现:相比于独立企业,企业集团促进了成员企业的战略激进度,且该作用主要体现在成长型产业中。在作用机制上,企业集团通过融资约束缓解与“共同保险”机制共同促进了处于成长型产业的成员企业的战略激进度。异质性分析发现,在企业集团内部特征方面,成长型产业中的企业盈利能力越大、处于成长型与衰退型产业的成员企业的盈利能力差距越大,则处于成长型产业的成员企业的战略越激进;在外部经营环境方面,行业外部融资依赖度越大、经济政策不确定性越高,处于成长型产业的成员企业的战略激进度越大。进一步地,本文发现,处于成长型产业的成员企业通过扩大固定资产投资、无形资产投资、研发投入与技术型并购实行战略调整,且激进战略的执行能够提升企业的经济绩效。本文有利于厘清企业集团促进激进战略制定的微观机理及其产业边界条件,并能为中国产业组织政策的制定和产业结构优化升级提供政策启示。

[关键词] 企业集团; 产业生命周期; 企业战略; 融资约束; “共同保险”效应

[中图分类号]F272 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2022)06-0174-19

一、引言

企业集团作为一种在世界范围内普遍流行的组织形式(Khanna and Yafeh, 2005; Faccio et al., 2021),可以通过其内部市场的作用实现跨产业的资金再配置,并能弥补外部市场的缺失。然而,在新兴市场国家的产业发展过程中,对于如何看待企业集团扮演的角色,则存在两种不同的观点。一种观点认为,企业集团在后发国家的产业追赶过程中发挥了重要作用(Kock and Guillén, 2001),但也有观点认为企业集团可能导致一国陷入“中等收入陷阱”(Eichengreen et al., 2013)。从国际经验看,“二战”后的日本通过集团化经营实现了产业的跨越式发展,且该成功经验对中国政府决策部门产生了强烈的示范效应(周黎安和罗凯, 2005);但自20世纪90年代以来,日本的企业集团并没有成功引领该国产业结构迅速向信息科技等新兴产业转型,反而产生一批僵尸企业(任云, 2014; 中

[收稿日期] 2022-01-20

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目“企业集团、产业政策与企业技术创新”(批准号71874061);教育部人文社会科学研究青年基金项目“中国财政分权体系下的地方环境治理问题及对策研究”(批准号19YJC790003)。

[作者简介] 邢斐,华中科技大学经济学院副教授,经济学博士;陈诗英,华中科技大学经济学院硕士研究生;蔡嘉瑶,北京大学新结构经济学研究院、北京大学国家发展研究院博士后,经济学博士。通讯作者:邢斐,电子邮箱:xingfei@hust.edu.cn。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,文责自负。

国民生银行研究院, 2017)。对此, 本文感兴趣的是, 在理论上企业集团是否能成为一种促进产业之间资源优化配置以及促进产业结构转型升级的有效“组织装置”; 在政策上, 党的十九大报告指出, “中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段, 正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期”, 因此, 本文关注该组织形式能否助力中国高质量发展路径的实现。

随着新一轮科技革命的推进和产业结构的深刻变革, 一批新兴产业不断涌现, 而另一些夕阳产业则逐步走向衰退, 加快产业的“新陈代谢”是推动中国经济由数量增长转向高质量发展的关键。中国在进入新发展阶段以来, 一方面通过推进供给侧结构性改革淘汰落后产能, 另一方面则愈发重视新能源、新材料、高端装备等战略性新兴产业的布局, 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》(简称“十四五”规划) 中提出“要瞄准新兴产业机遇, 构建面向未来的产业体系”。与此同时, 中国在产业政策设计过程中也更为重视产业组织结构的调整, 例如“十四五”规划中提出在新兴产业发展中要“鼓励企业兼并重组, 防止低水平重复建设”。那么, 通过兼并重组组建起来的企业集团, 究竟是促进还是阻碍了产业结构的调整和优化? 换言之, 企业集团是否可以自发调节和压缩其在传统和落后产业的投入, 转而将更多资源投入更具有发展潜力的新兴产业? 进一步地, 企业集团的内部资本市场会如何运作, 其资源调配作用是如何影响处于不同产业的成员企业的战略决策, 进而对中国产业迭代与结构转型产生作用? 遗憾的是, 现有相关研究更多的是从微观层面关注企业集团对成员企业投资 (Almeida et al., 2015) 或研发决策 (黄俊和陈信元, 2011; 蔡卫星等, 2019) 的影响, 尚未在产业动态演化环境下探讨企业集团的作用, 因此难以回答上述问题。

鉴于企业战略为企业全局性和长期性的资源配置的依据 (Steen, 2016), 且企业战略变革是促进产业结构转型的关键驱动因素 (张明等, 2020), 本文拟从企业战略制定的角度, 研究中国企业在产业生命周期不同阶段中的战略布局和资源投入导向问题, 以期能部分回应企业集团与产业结构调整和优化之间的关系。理论上, 企业集团可以通过跨行业资金调配的功能影响处于不同产业的成员企业的战略选择。若企业集团的目标是提升自身的竞争力, 则集团将通过内部资本市场的融资约束缓解和“共同保险”作用, 促使处于产业周期中成长型产业的成员企业执行激进战略, 以助其获取先动优势。然而, 若企业集团的主要目标更倾向于维护集团整体经营的稳定性 (Ferris et al., 2003), 而对处于衰退型产业的成员企业进行“交叉补贴”和救助, 虽然有助于各成员企业的战略稳定, 但也会导致成长型产业的成员企业由于缺乏企业集团的支持而难以执行激进战略, 并错失大量发展机会。

本文以 2004—2019 年中国上市公司为研究样本, 研究企业集团在产业生命周期不同阶段中的战略选择和作用机制。在借鉴 Maksimovic and Phillips (2008) 将产业生命周期划分为成长型产业、整合型产业、变革型产业以及衰退型产业四种周期阶段的基础上, 研究发现: ①在成长型产业中, 集团成员企业的战略激进度显著高于独立企业; 在衰退型产业中, 集团成员企业的战略激进度则显著低于独立企业; 在整合与变革两类产业周期中, 集团成员企业的战略激进度与独立企业没有显著差异。②在作用机理方面, 研究发现企业集团通过内部市场的融资约束缓解机制与“共同保险”机制促进了处于成长型产业的成员企业的战略激进度。③就集团内部特征的异质性影响而言, 企业集团对战略激进度的促进作用集中在盈利能力更高的成长型产业的成员企业中; 并且, 当处于成长型与衰退型产业的成员企业的盈利能力差距越大时, 处于成长型产业的成员企业的战略越激进。这一结论验证了集团的“优胜者选拔”原则。④就集团外部经营环境的异质性影响而言, 当行业外部融资依赖度越大以及经济政策不确定性越高, 处于成长型产业的成员企业的战略激进度越大。

⑤就战略实施的具体路径和经济后果而言,处于成长型产业的成员企业一方面为扩大产能而增加固定资产投资,另一方面为提升技术水平而增加无形资产投资和研发投入,以及进行更多的技术型并购。此外,本文还发现处于成长型产业的成员企业,在实现激进战略后其经营绩效显著提升。这些结论进一步表明企业集团的资源配置遵循了效率原则。

与以往研究相比,本文的主要贡献在于:①从组织关联的角度丰富了企业战略的影响因素研究。现有研究主要从组织内部特征和外部环境的角度,探讨了企业战略选择的影响因素,但忽略了企业与企业之间的相互依赖关系对战略制定的影响。本文从集团成员企业间互动的角度,考察企业集团这一特殊组织结构对企业战略选择的影响,以及这种影响在不同产业生命周期阶段的差异,从而有助于丰富企业战略管理理论的相关研究。②拓展了对企业集团“共同保险”效应经济后果的研究。相关文献发现,企业集团的“共同保险”作用,能够降低银行和外部投资者对企业违约的担心,并相应降低银行贷款成本和提高企业的授信等级。然而,此类文献没有考察企业集团的“共同保险”机制对企业长期决策的影响,很难判断集团负债能力的增强是否有利于自身竞争力的提升。本文在同时考虑内部资本市场融资约束缓解作用的基础上,发现企业集团可以通过“共同保险”机制促使企业进行战略变革。③在产业演进的背景下,对有关企业集团内部市场的功能和效率问题进行了回应。现有研究关于企业集团内部市场资源配置是遵循“优胜者选拔”还是“交叉补贴”的原则,未有定论。本文的研究结论则支持了“优胜者选拔”假说,通过研究企业集团处于不同产业生命周期的成员企业的战略决策差异,验证了集团内部的资源分配是有效率地将资源分配给经营业绩更好的成长型产业的成员企业,而非通过“交叉补贴”救助弱势成员企业以及处于衰退型产业的企业。因此,本文从产业演进与企业集团战略决策的角度拓展了内部市场运作机制的实证研究。④丰富了企业集团内部市场与外部经营环境关系的研究。现有文献认为,对于发展中国家而言,企业集团的存在是对外部制度缺失的替代,也有部分文献发现企业集团积极作用的发挥与外部制度完善程度呈互补关系。本文通过探讨企业集团在不同产业生命周期阶段采取的企业战略激进度,从产业环境的视角识别了企业集团发挥作用的边界条件,并发现企业集团可能是一种促进产业结构优化和调整的组织形式。

二、文献回顾和理论分析

1. 文献回顾

企业战略是企业为求得长期生存和不断发展,对企业经营目标和执行手段的整体计划。Miles and Snow(2003)基于战略的激进程度将企业战略分为进攻型、分析型和防御型三种类型。其中,进攻型企业的主要特征是具有较高的创新导向和市场导向,以技术领先作为核心竞争优势,乐于在不确定的环境中寻找增长机会(Higgins et al., 2015),具体表现为激进的战略偏好。而防御型企业通过降低生产成本和提升生产效率来维持现有的市场份额,缺乏开拓新业务的热情,具体表现为保守的战略偏好(Bentley et al., 2013)。分析型企业的特点则介于二者之间。

就企业战略制定的影响因素而言,企业战略既受其内部条件的影响,也受外部环境的制约(张明等, 2020)。在内部条件方面,部分学者发现企业高管对特定战略的选择偏好(刘刚和于晓东, 2015)以及组织经营期望(连燕玲等, 2019)等均会影响企业的战略选择。在外部环境方面,孟庆斌等(2019)从卖空机制等外部因素对企业战略的影响展开实证分析。张明等(2020)则进一步从内外环境结合的视角,综合分析了CEO来源和权力、高层管理团队异质性、企业前期绩效和环境复杂

性的不同组合对企业战略制定的影响。

尽管现有相关研究对企业战略制定的影响因素进行了丰富的探讨,但文献大多以企业这一“原子个体”作为分析基准,鲜有研究涉及企业与企业之间的相互联结关系对战略选择的影响。作为一种通过企业与企业之间股权连接而成的独特经济组织,企业集团既广泛存在于一些新兴经济体中,也在日本、韩国等发达国家的经济发展中扮演着重要角色(Khanna and Yafeh, 2005; He et al., 2013)。企业集团可以利用其内部市场的融资约束缓解作用(Almeida et al., 2015)和“共同保险”效应(Khanna and Yafeh, 2005),帮助成员企业适应不断变化的内外部环境,这有可能影响企业的战略选择。鉴于有关企业集团的文献大多侧重于考察企业集团在促进成员企业技术创新(Belenzon and Berkovitz, 2010; 黄俊和陈信元, 2011)以及缓解投资不足(Almeida et al., 2015)等方面发挥的作用,因此,有必要继续探究企业集团与战略选择的关系,将企业与企业之间的互动关系纳入战略制定的分析框架之中。

另外,企业集团内部资本市场作用的发挥一般被认为与外部经营环境特征相关。作为外部环境的重要组成部分,产业生命周期演变反映了产业结构的变迁,势必影响企业集团的作用及其成员企业的战略选择。尽管一些文献对产业生命周期与企业战略的关系进行了探讨(Klepper, 1996; Porter, 1997; McGahan et al., 2004),但此类研究大多局限于理论分析,缺乏大样本的经验证据。另外,对于企业集团与产业生命周期的关系,尚未有文献直接对二者关系进行深入研究,仅 Maksimovic and Phillips(2008)从产业生命周期的角度考察多厂制企业的内部市场对并购行为的影响。虽然多厂制企业与企业集团的作用较为类似,但多厂制企业的不同经营单元(Division)并非是独立的法人,因此无法制定企业战略。并且, Maksimovic and Phillips(2008)在研究多厂制企业内部资本市场对并购的促进作用时,没有考虑到企业风险承担的影响,而企业战略的制定会遭遇企业经营风险的冲击(Tang et al., 2011)。本文在探讨产业周期与集团成员企业战略的关系时,同时考虑企业集团的融资约束缓解以及“共同保险”机制的影响。

综上,本文将考察不同产业生命周期下企业集团与独立企业的战略决策差异。本文与现有文献相比有如下拓展:①与现有讨论产业生命周期与企业战略的文献不同,已有研究集中于理论分析和模型构建,而本文提供了大样本的经验证据。②现有文献集中研究了企业集团对创新与投资等行为的影响,尚未涉及企业集团与战略制定的关系。本文则进一步考察企业集团对成员企业战略决策的影响。③现有研究主要从制度的角度出发,认为市场机制缺失或较低的市场化水平,是企业集团发挥积极作用的边界条件,本文则在发展中国家产业结构快速演进的背景下,讨论产业生命周期与企业集团的关系,以识别企业集团内部资本市场有效运行的产业边界。

2. 理论分析

(1)一般意义上,企业所处的产业生命周期阶段决定了其市场增长潜力,必然会直接影响企业的战略选择。在成长型产业中,企业不仅面临较多的投资和增长机会,且由于较大的产业发展空间不断诱导大量潜在市场进入者的持续涌入,企业还面临激烈的市场竞争(刘刚和于晓东, 2015)。此时,在位企业需要执行激进的战略,不仅通过扩大生产规模以把握增长机会,还会通过提高产品差异化程度以及完成自身技术升级,以迅速开拓市场并抢占市场先机。在整合型产业中,尽管产业仍处于持续增长状态,但新进入企业大幅减少,市场份额主要被通过前期激烈市场竞争而崛起的垄断型企业所占据。由于市场竞争格局较为稳固,在位企业倾向于更稳健的战略决策以维持市场地位。在变革型产业中,新进入者仍在持续增加,但企业的销售增长速度缓慢且潜在的增长空间尚未显现,此时企业倾向于采取稳健的战略以等待产业机会。而在衰退型产业中,整个产业的市场需

求趋向于萎缩且销售额增长速度趋向于下降,产业中企业数量逐渐减少,多数企业进入发展停滞的状态甚至退出市场,为应对产业危机,企业可能会选择更为保守的战略决策。

本文认为,在成长型产业中的集团成员企业相比于独立企业将会采取更为激进的企业战略。一方面,处于成长型产业的成员企业可能面临更强的外部融资约束。为把握不断涌现的市场机会和开发新的产品,高成长性的产业特征会激发企业的资金需求,而在内部资金供应有限的情况下,企业对外部融资产生更大的需求(Hambrick, 1983)。并且,由于成长型产业处于发展的起步阶段,潜在的机遇与风险尚不明确,企业在战略制定和后续执行阶段缺乏详细的规划,导致外部投资者很难掌握充分的信息并有效评估战略项目的真实价值(Higgins et al., 2015),进而提高企业的融资成本。而融资约束是影响企业战略选择的重要因素,特别在成长型产业中,面临广阔的市场前景和丰富的投资机会,融资约束往往决定了企业能否在激烈的竞争中取得先决优势(杨兴全等, 2016)。企业集团则可以通过内部市场在集团内进行资金的调配,为企业持续输送“血液”,缓解成员企业面临的融资约束问题,从而促进成员企业执行更为激进的战略。^①另一方面,本文认为处于成长型产业的企业可能面临更大的经营风险。由于成长型产业的发展前景与市场需求具有一定的不确定性和模糊性,在位企业深受信息不对称和结果不确定性的困扰(Habib and Hasan, 2020),其经营活动可能面临较高的失败风险。同时,成长型产业中激烈的市场竞争往往伴随着更具侵略性的掠夺行为,企业经营一旦遭遇失败,就可能落入市场份额迅速被竞争者瓜分的困境,导致企业的经营风险进一步增加。在经营风险较高的情况下,为维持企业的正常运转,避免经营业绩大幅波动对股东利益造成损失,管理者不得不放弃风险较高的冒险性业务,进而导致企业的战略激进度下降。企业集团则可以借助内部市场的“共同保险”效应,在企业遇到经营困境时提供援助,进而提高成员企业的风险承担能力(He et al., 2013;韩鹏飞等, 2018),并保障处于成长型产业的成员企业激进战略的执行。^②

总而言之,在成长型产业中,集团成员企业可以借助内部市场运行所带来的融资约束缓解和“共同保险”机制,实行更为激进的战略。^③因此,本文提出:

H1:在成长型产业中,企业集团成员企业的战略激进度显著高于独立企业。

(2)本文从内部特征和外部环境两方面,探究不同产业生命周期下企业集团与独立企业的战略选择差异是否受到其他因素的调节。主要关注以下四个调节因素:处于成长型产业的成员企业盈利能力、集团中处于成长型与衰退型产业的成员企业的盈利能力差距、行业外部融资依赖度和经济政策不确定性。

处于成长型产业的成员企业盈利能力越强,企业集团通过缓解融资约束、提高风险承担水平来提升企业战略激进度的作用越强。一方面,为充分利用成长型产业中的增长机会,企业集团会遵循“优胜者选拔”原则,为盈利能力较好的成长型产业的成员企业提供更多的资金支持。另一方面,盈

① 融资约束机制得到了现实案例的支持。作为国内曾经最大的民营企业之一,复星集团率先进入处于快速成长期的医药产业,成立上市公司“复星医药”。2007年“复星医药”通过关联交易,将旗下资产以高溢价的方式出售给其他成员企业,从而保障了自身的资金来源和经营业绩。

② 就“共同保险”机制的现实案例而言,仍以复星集团为例,复星集团成员企业在与其自身加入集团之前相比,集团化后企业的经营和违约风险降低,银行授信随之提高,授信等级基本处于AA级以上。

③ 对于整合型产业和变革型产业,企业集团没有转变这些成员企业战略选择的意愿,因而内部资本市场的融资约束缓解和“共同保险”不会发挥显著的作用。对于衰退型产业,集团可能依靠直接命令与控制的办法促使成员企业大幅降低战略激进度,而非通过内部资本市场的作用。

利能力较强的成员企业作为企业集团选拔的“优胜者”率先参与成长型产业的市场角逐,由竞争引致的外部风险也大幅增加。企业集团更倾向于优先为其提供“共同保险”能力,以帮助成员企业快速占据优势地位。因此,盈利能力较强的成长型产业的成员企业,更容易获得内部资本市场事前的资金支持和优先承担风险的承诺,从而更好地发挥企业集团融资约束缓解和“共同保险”的作用。

集团中处于成长型与衰退型产业的成员企业的盈利能力差距越大,企业集团通过缓解融资约束、提高风险承担水平来提升企业战略激进度的作用越强。当企业集团将资源分配给盈利能力较弱的成员企业时,可能会承担较高的机会成本。因此,企业集团更愿意将处于衰退型产业的成员企业的资源重新分配给盈利能力较强的成长型产业的成员企业,并全力为成长型产业的成员企业提供“共同保险”支撑,以实现集团利益最大化。此时,企业集团通过为处于成长型产业的成员企业缓解融资约束和提供“共同保险”,促使成长型产业的成员企业采取更加激进的战略。

处于成长型产业的成员企业所在行业的外部融资依赖度越高,企业集团通过缓解融资约束、提高风险承担水平来提升企业战略激进度的作用越强。优序融资理论认为,当行业外部融资依赖度较高时,通常代表该产业投资机会的信息含量较少,企业与外部投资者之间的信息不对称问题较大(Rajan and Zingales, 1998),导致企业进行债务融资的难度大大增加。而在内外部资金紧缺的压力下,伴随着开展扩张性业务导致的现金流不稳定,企业的经营风险可能会进一步加剧。此时,企业集团可以发挥内部市场的优势,缓解处于成长型产业的成员企业的融资约束,并通过提供“共同保险”提高成员企业的风险承担能力,促使成员企业实施激进的战略。

处于成长型产业的成员企业面临较高的经济政策不确定性时,企业集团通过缓解融资约束、提高风险承担水平来提升企业战略激进度的作用越强。一方面,较高的经济政策不确定性增强了外部投资者与企业之间的信息不对称,进而提高了企业的外部融资成本;另一方面,经济政策不确定性较强时,经济发展的未来趋势和增长机会尚不明确,这些不确定性加剧了企业所面临的经营风险(连燕玲等, 2019)。此时,在成长型产业中,企业集团能够通过内部市场的融资约束缓解和“共同保险”减轻经济政策不确定性对企业采取激进战略的阻碍作用,从而保障其执行激进的战略。根据以上分析,本文进一步提出:

H2:当处于成长型产业的成员企业盈利能力越强、集团中处于成长型与衰退型产业的成员企业的盈利能力差距越大、行业外部融资依赖度越大、经济政策不确定性越强,企业集团内部资本市场的融资约束缓解和“共同保险”作用机制越明显,处于成长型产业的成员企业的战略相比于独立企业将更加激进。

(3) 本文将进一步考察成长型产业中集团成员企业执行激进战略导致的经济后果。由于成长型产业具备更多的增长机会和发展空间,为实现利益最大化,企业集团会将更多内部资源输送到处于成长型产业的成员企业中。此时,成员企业通过执行激进的战略决策以抢占市场地位、抓住投资机会以及提升自身竞争力。具体战略路径可能表现为增加固定资产投资以扩大生产规模并满足市场需求,或者通过加大研发投入和技术型并购等途径,使企业率先进入新的业务领域,进而提升其经济绩效。因此,本文提出:

H3:企业战略越激进,处于成长型产业的成员企业的经济绩效越好。

三、研究设计

1. 样本选取

本文选取2004—2019年中国A股上市公司为样本。由于衡量企业集团这一指标的上市公司

控股关系自 2004 年起才开始完整公布,因而样本的初始年份为 2004 年。所需数据来自 CSMAR 数据库、Wind 数据库以及巨潮资讯网,企业集团数据为作者根据上市公司年报进行手工整理计算得到。另外,本文还对样本进行以下处理:①剔除金融行业企业、ST 企业和关键变量缺失的企业;②剔除上市公司年报中未披露产权控制关系或无法确定最终控制人的样本企业;③对模型中所有连续观测变量均进行上下 1% 分位数的 Winsorize 处理。本文最终得到 21188 个企业样本观测值。

2. 变量定义

(1) 企业战略激进度。参考 Bentley et al.(2013)、Higgins et al.(2015),本文通过以下六个维度对企业战略进行度量:①研发费用与营业收入之比;②员工人数与营业收入之比;③营业收入增长率;④销售费用和管理费用与营业收入之比;⑤员工人数的标准差;⑥固定资产与总资产之比。本文首先测算以上六个指标在过去五年之间的平均数值,然后根据各指标数值大小进行排序,将其均分为五组。对前五个变量中的最小组赋值为 1,最大组赋值为 5;第六个变量则相反,最小组赋值为 5,最大组赋值为 1。最后,加总这六个指标的相应赋值,便可得到本文的企业战略指标,即战略激进度。分值越高,表明企业战略越激进,反之越保守。

(2) 企业集团。通常而言,企业集团是由多个具有独立法人资格的企业,以资本为纽带联结而成的组织结构。参考 He et al.(2013),本文根据以下步骤来判定上市公司是否从属同一个企业集团:①根据 CSMAR 数据库中上市公司关系链控股图及控制人信息,手工识别上市公司最终控制人;②通过人工比对,将能够追溯到同一最终控制人的上市公司控股图进行手工拼接得到最终完整的控股关系图;③对完整的控股关系进行手工筛选,若涵盖两家或两家以上的上市公司,则将所有上市公司判定为从属同一个企业集团,否则认为其是独立企业。^①

(3) 产业生命周期。本文根据中国证券监督管理委员会制定的《上市公司产业分类指引》,将上市公司产业划分为 32 个大类。借鉴 Maksimovic and Phillips(2008)对产业生命周期的划分方式,本文通过产业的销售额增长率和企业数量增长率两个指标将产业划分为四个产业生命周期。具体方法为:计算产业在 2004—2019 年的总销售额增长率以及企业数量增长率,如果产业销售额增长率和企业数量增长率均高于产业中位数水平,则为成长型产业;如果产业销售额增长率高于产业中位数水平但企业数量增长率低于产业中位数水平,则为整合型产业;如果产业销售额增长率低于产业中位数水平但企业数量增长率高于产业中位数水平,则为变革型产业;如果产业销售额增长率和企业数量增长率均低于产业中位数水平,则为衰退型产业。其中,产业销售额增长率以企业实际总产值的增长率来衡量。为剔除通货膨胀的影响,本文对企业实际总产值进行平减处理。

3. 模型设计

为了检验企业集团对战略激进度的影响,本文建立了以下实证模型:

$$Score_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \times Group_{i,t} + \beta_2 \times Controls_{i,t} + Year_t + Ind_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,模型(1)中 $Score$ 为企业的战略激进度; $Group$ 为企业集团,如果企业隶属于集团,则取值为 1,反之则取值为 0。下标 i,t 分别表示企业、年份, $Year$ 为年份固定效应, Ind 为行业固定效应, ε 表示残差项。本文控制如下影响因素:企业规模($Size$)、企业年龄(Age)、产权性质(Soe)、董事会规模(Dir)、资产负债率(Lev)、管理层年龄均值($Mgage$)、现金持有($Cash$)、股权集中度($Share$)、独立董事占比($Indep$)。此外,本文还控制企业的全要素生产率(TFP),以作为企业的个体固定效应。^②

① 典型的企业集团控股关系图详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

② 本文控制了企业固定效应进行回归,发现企业固定效应与全要素生产率会出现完全共线性。

借鉴 Giannetti et al.(2015),基于柯布一道格拉斯生产函数对全要素生产率指标进行测度。为了缓解内生性问题,本文将解释变量和控制变量均滞后1期。

4. 主要变量的描述性统计

表1为主要变量的定义和描述性统计结果。^①从表中可以看出,企业战略的样本均值为17.9122,标准差为4.0471。企业集团的样本均值为0.2554,表明中国上市公司中隶属于企业集团的企业占比为25.54%。主要控制变量数据如企业规模(均值21.8883)、资产负债率(均值0.4406)、产权性质(均值0.4178)均在合理范围。

表1 变量定义和描述性统计

变量名称	变量定义	观测值	均值	标准差
企业战略激进度(<i>Score</i>)	战略激进度评分,取值范围在6—30分之间	21188	17.9122	4.0471
企业集团(<i>Group</i>)	是否属于企业集团,属于为1,否则为0	21188	0.2554	0.4361
全要素生产率(<i>TFP</i>)	基于柯布一道格拉斯生产函数测算	21188	0.0380	0.8436
企业规模(<i>Size</i>)	企业总资产的对数值	21188	21.8883	1.2614
上市年限(<i>Age</i>)	企业上市年限取自然对数	21188	2.3298	0.4340
产权性质(<i>Soe</i>)	企业为国有企业时取1,否则取0	21188	0.4178	0.4932
资产负债率(<i>Lev</i>)	总负债与总资产比值	21188	0.4406	0.2066
现金持有(<i>Cash</i>)	现金及现金等价物除以上期总资产	21188	0.0469	0.0792
股权集中度(<i>Share</i>)	第一大股东持股占总股本比例	21188	0.3546	0.1502
董事会规模(<i>Dir</i>)	董事成员人数	21188	8.8118	1.8204
独立董事占比(<i>Indep</i>)	独立董事占董事会成员总数占比	21188	0.3692	0.0543
管理层年龄均值(<i>Mgage</i>)	非独立董事和高管的年龄均值取自然对数	21188	3.8819	0.0673

四、实证分析

1. 基准回归

基于上述回归模型,本文将采用OLS估计方法考察企业集团在不同产业生命周期阶段对企业战略激进度的影响,所有模型估计中均控制了年份与行业固定效应,且均在企业层面进行聚类处理。表2列示了相应回归结果。对于成长型产业,*Group*的估计系数为0.4687,且在1%的水平上显著,说明集团成员企业会采取更为激进的战略决策;对于整合型产业和变革型产业,*Group*的估计系数为负值且不显著,表明集团成员企业与独立企业的战略激进度没有显著差异;而对于衰退型产业,*Group*的估计系数为-3.1383,且在1%的水平上显著,表明集团成员企业将采取更为保守的战略决策。该回归结果表明,内部市场较为宽裕的资金池和分散风险的能力,可以促进处于成长型产业的成员企业实行激进的战略决策。

同时,本文担心可能存在某些企业特征变量影响企业的组织形式(是否成为集团成员企业)及战略激进度,从而造成回归结果的偏差。一方面,Belenzon and Berkovitz(2010)认为,企业集团可能

^① 本文同时检验了 Pearson 相关系数,结果详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

挑选质量较高的企业进行并购并将其变为自身的成员企业,该影响可能会导致 *Group* 的估计系数被高估。另一方面,根据并购效率理论,目标企业的质量或生产效率常常低于主并方(Maksimovic and Phillips, 2001),企业集团可能选择了质量偏低的成员企业,该影响会导致本文 *Group* 的估计系数被低估。因此,本文借鉴 Gopalan and Xie(2011)的做法,使用工具变量法以解决该内生性问题。本文将集团企业数量占整个产业企业数量的比重(*Hygroup*)以及集团企业总销售额占整个产业销售额的比重(*Hyshipment*)作为本文 *Group* 的工具变量。在第一阶段的回归结果中^①,成长型产业 *Hygroup* 和 *Hyshipment* 的估计系数均显著为正,表明企业选择成为集团企业的概率与集团企业数量占整个产业企业数量比重和集团企业总销售额占整个产业销售额比重正相关。而 F 值和 Hansen J 检验结果表明,本文所选择的工具变量满足相关性要求且不存在过度识别的问题。表 3 给出了第二阶段的估计结果,列示了不同产业生命周期阶段企业集团与战略激进度之间的相关关系。其中,成长型产业中的 *Group* 估计系数为 0.7088,且在 1% 的水平上显著;在整合型产业和变革型产业中,*Group* 的估计系数不显著;而对于衰退型产业,*Group* 的估计系数为 -2.9180,且在 1% 的水平上显著。该结果与表 2 结果较为一致,但表 2 中 *Group* 的估计系数在一定程度上被低估,表明企业是否隶属于企业集团可能存在内生性问题。接下来,本文在回归分析中均使用工具变量法来估计,以降低内生性问题造成的估计偏误。

表 2 不同产业生命周期下企业集团与战略激进度

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	成长型产业	整合型产业	变革型产业	衰退型产业
<i>Group</i>	0.4687 ^{***} (2.7759)	-0.1782 (-0.5597)	-0.3959 (-0.9142)	-3.1383 ^{***} (-3.7552)
控制变量	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
观测值	10641	2828	2510	1823
调整 R ²	0.0315	0.0569	0.0936	0.1143

注:***、**、* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平,括号内为经过企业层面聚类调整的 t 值。以下各表同。

表 3 使用工具变量法后的企业集团与战略激进度

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	成长型产业	整合型产业	变革型产业	衰退型产业
<i>Group</i>	0.7088 ^{***} (2.6982)	0.1405 (0.3106)	-0.2502 (-0.3611)	-2.9180 ^{***} (-2.8590)
控制变量	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
观测值	8989	2314	2008	1467
调整 R ²	0.0332	0.0739	0.0824	0.1636

^① 第一阶段的回归结果详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

2. 影响机制分析

如前文所述,企业战略既受到外部融资约束的制约,又会遭遇企业经营风险的冲击(Tang et al.,2011)。接下来,本文将对企业集团促进成员企业战略激进度的融资约束机制和“共同保险”机制进行实证检验。

基于融资约束机制,本文认为企业集团能够通过内部资本市场的资金调配和关联担保等途径缓解成员企业所面临的外部融资约束问题,进而保障集团激进战略的执行。大量文献采用投资—现金流敏感性来衡量企业的融资约束水平。然而,由于融资约束水平仅作为本文的解释变量,该方法无法直接应用于本文的实证检验中。本文借鉴 Maksimovic and Phillips(2008)、Gopalan and Xie(2011)的做法,使用企业投资支出减去经营现金流的差值来衡量企业的融资约束水平,且其数值越大,企业所面临的融资约束越大。本文使用交乘项 $Group \times Finan$ 来检验融资约束机制,如果交乘项的估计系数显著为正,则说明企业集团能够通过缓解融资约束来提升成员企业的战略激进度。

基于“共同保险”机制,本文认为风险承担水平反映了企业对冒险性活动和高风险性投资的承担能力。而企业集团可以通过内部市场的“共同保险”机制促使成员企业敢于进行风险承担,进而满足企业实行激进战略的动机。本文借鉴余明桂等(2013)的做法,以企业的盈利波动性在行业内的相对大小作为风险承担水平的代理变量,具体表示为企业经产业调整后的 Roa 在5年内($t-2$ 年至 $t+2$ 年)的标准差。通常认为,企业盈利波动性相对于同行业其他企业越大,企业的风险承担能力越强。本文使用交乘项 $Group \times Riskt$ 来检验“共同保险”机制,如果交乘项的估计系数显著为正,则说明企业集团能够通过提高风险承担水平来提升战略激进度。

为排除两种机制的互相干扰,本文同时对集团的融资约束机制与“共同保险”机制进行检验,表4给出了分组回归结果。在成长型产业中, $Group \times Finan$ 的估计系数为0.0085,且在5%的水平上显著, $Group \times Riskt$ 的估计系数为2.3294,且在1%的水平上显著。在整合型产业、变革型产业和衰

表4 融资约束机制与“共同保险”机制

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	成长型产业	整合型产业	变革型产业	衰退型产业
<i>Group</i>	0.5845 ** (2.1404)	0.1991 (0.4177)	-0.1085 (-0.1469)	-3.0858 *** (-2.9149)
<i>Group × Finan</i>	0.0085 ** (2.2330)	-0.0035 (-1.0699)	-0.0025 (-0.5256)	-0.0365 (-1.1267)
<i>Group × Riskt</i>	2.3294 *** (2.6595)	-1.3830 (-0.9284)	-0.9554 (-0.3752)	-0.0721 (-0.0281)
<i>Finan</i>	-0.0100 ** (-2.3223)	0.0007 (0.1518)	0.0055 (0.8495)	-0.0761 *** (-3.6688)
<i>Riskt</i>	5.8948 ** (2.5705)	-0.2990 (-0.0904)	1.2062 (0.2043)	4.1986 (0.7502)
控制变量	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
观测值	8199	2219	1939	1409
调整 R ²	0.0368	0.0674	0.0896	0.1827

退型产业中, $Group \times Finan$ 和 $Group \times Riskt$ 的估计系数均不显著。这一结果表明集团内部资本市场的作用具有鲜明的产业导向, 相对于处于其他产业生命周期阶段的成员企业, 处于成长型产业的成员企业可以借助内部市场的融资约束缓解和“共同保险”效应, 从而更倾向于执行激进的战略决策。

3. 异质性分析

前述实证结果表明, 企业集团基于内部市场的融资约束缓解和提高风险承担两个机制, 提升了处于成长型产业成员企业的战略激进度。鉴于现有研究表明, 企业战略既受其内部条件的影响, 也会受到外部环境的制约(张明等, 2020), 本文将从集团内部特征和外部环境两个方面来对企业集团与战略激进度两者的关系展开异质性分析。^①

(1) 集团内部特征的影响。就集团的内部特征而言, 本文分别从处于成长型产业的成员企业盈利能力、处于成长型与衰退型产业的成员企业盈利能力差距这两个方面, 检验集团内部特征与成员企业战略选择的关系。鉴于集团内部资源配置可能遵循“优胜者选拔”原则, 本文预期相较于盈利能力弱的企业, 盈利能力强的企业更可能得到集团内部资源的倾斜, 因而企业集团对战略激进度的提升作用在盈利能力更强的企业中可能会更显著。本文以企业经营业绩(Roa)衡量企业的盈利能力, 将样本数据划分为高盈利能力和低盈利能力组。回归结果见表5。在成长型产业中, 高盈利能力组中 $Group \times Finan$ 的估计系数为 0.0291, 且在 5% 的水平上显著, $Group \times Riskt$ 的估计系数为 6.0930, 且在 1% 的水平上显著; 而低盈利能力组两个估计系数均不显著。这表明在成长型产业中, 企业的盈利能力越强, 集团内部市场越能发挥缓解融资约束和提高风险承担水平的作用, 进而提升企业的战略激进度。

表 5 盈利能力的异质性分析

变量	成长型产业		衰退型产业	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	高盈利能力	低盈利能力	高盈利能力	低盈利能力
$Group$	0.8210 [*] (1.8761)	0.2218 (0.5964)	-1.3815 (-0.4710)	-3.9363 ^{***} (-3.0933)
$Group \times Finan$	0.0291 ^{**} (2.4171)	0.0067 (1.2003)	0.0484 (0.6297)	-0.0197 (-0.4775)
$Group \times Riskt$	6.0930 ^{***} (3.6237)	1.7513 (1.5769)	-2.4361 (-0.5371)	1.8660 (0.1842)
$Finan$	0.0122 (0.8250)	-0.0084 (-1.4024)	0.0085 (0.0704)	-0.0761 ^{***} (-4.1768)
$Riskt$	10.9365 ^{***} (2.9414)	5.3731 [*] (1.8196)	-2.1253 (-0.2111)	13.0113 (0.8130)
控制变量	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
观测值	4099	4100	704	705
调整 R^2	0.0596	0.0484	0.2552	0.2988

^① 整合型产业和变革型产业在异质性分析中没有显著差异。具体结果详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

接着,本文进一步考察对于处于不同产业的成员企业,各自之间的盈利能力差距是否对企业战略的制定造成影响。根据前文分析,如果企业集团有部分成员企业分别处于成长型产业和衰退型产业,那么处于成长型与衰退型产业的成员企业的盈利能力差距越大,投资衰退型产业的成员企业的机会成本越大,企业集团就越有可能加大对成长型产业的成员企业的资源投入以更好利用成长型产业的增长机会。本文以企业集团中处于成长型与衰退型产业的成员企业的经营业绩差距来衡量盈利能力差距(*Rankroa*)。^① 回归结果见表6。在成长型产业中,高差距组 *Group* × *Finan* 和 *Group* × *Riskt* 交乘项的估计系数分别为 0.0093 和 2.1369,且均在 5% 的水平上显著;而低差距组两个估计系数均不显著。这表明当处于成长型与衰退型产业的成员企业的盈利能力差距越大,企业集团越倾向于提高处于成长型产业的成员企业的战略激进度。

表 6 盈利能力差距的异质性分析

变量	成长型产业		衰退型产业	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	高差距	低差距	高差距	低差距
<i>Group</i>	0.6054** (2.1713)	0.4675 (1.5872)	-3.0186*** (-2.8279)	-2.9992*** (-2.7854)
<i>Group</i> × <i>Finan</i>	0.0093** (2.2221)	0.0048 (1.2607)	-0.0340 (-1.0296)	-0.0390 (-1.1031)
<i>Group</i> × <i>Riskt</i>	2.1369** (2.2353)	1.4965 (1.5529)	0.2498 (0.0931)	-3.5090 (-1.3110)
<i>Finan</i>	-0.0096** (-1.9780)	-0.0061 (-1.4283)	-0.0759*** (-3.6111)	-0.0938* (-1.8739)
<i>Riskt</i>	5.6096** (2.1823)	4.5712* (1.8775)	4.9467 (0.8440)	-3.5090 (-0.5904)
控制变量	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
观测值	7308	7308	1365	1365
调整 R ²	0.0358	0.0397	0.1764	0.1927

(2) 外部环境的影响。就外部环境而言,本文分别以行业外部融资依赖度和经济政策不确定性两个指标,来检验集团外部环境因素与成员企业战略选择的关系。

Rajan and Zingales(1998)认为,金融市场通过向那些严重依赖外部融资的行业提供较低融资成本的外部资金,促进了此类行业的经济增长。作为对金融市场功能的部分替代,企业集团的内部

① 当成长型产业的成员企业所在的集团中同时存在衰退型产业的成员企业,则 *Rankroa* 计算方式为:(成长型产业的成员企业 *Roa* - 衰退型产业的成员企业 *Roa* 均值)/成长型产业的成员企业 *Roa*,如无衰退型产业的成员企业,则赋值为 0;当衰退型产业的成员企业所在的集团中同时存在成长型产业的成员企业,则 *Rankroa* 计算方式为:(衰退型产业的成员企业 *Roa* - 成长型产业的成员企业 *Roa* 均值)/衰退型产业的成员企业 *Roa*,如无成长型产业的成员企业,则赋值为 0。

资本市场可能更加有利于促进依赖外部融资行业的成员企业的战略激进度。因此,本文参考 Rajan and Zingales(1998)做法,使用行业外部融资依赖度这一指标来衡量企业所面临的外部融资约束。表7给出了分组回归的结果。第(1)、(2)列显示在成长型产业中,高行业外部融资依赖度组中 $Group \times Finan$ 和 $Group \times Riskt$ 交乘项的估计系数分别为 0.0129 和 4.0487,且均在 5% 的水平上显著,而低行业外部融资依赖度组两个交乘项估计系数均不显著。这反映了在成长型产业中,行业外部融资依赖度越高时,企业集团内部市场所产生的“多钱效应”和“风险分担”更为明显,集团成员企业越倾向于执行激进的战略。在衰退型产业中, $Group \times Finan$ 和 $Group \times Riskt$ 交乘项的估计系数在两组中均无显著差异。

表7 行业外部融资依赖度的异质性分析

变量	成长型产业		衰退型产业	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	高行业外部融资 依赖度	低行业外部融资 依赖度	高行业外部融资 依赖度	低行业外部融资 依赖度
<i>Group</i>	0.5957 (1.5077)	0.1663 (0.3901)	-4.6360*** (-3.0488)	-3.3072* (-1.8576)
$Group \times Finan$	0.0129** (2.4197)	-0.0019 (-0.2355)	-0.0302 (-0.8252)	0.0045 (0.0957)
$Group \times Riskt$	4.0487** (2.2897)	2.1036 (1.4424)	3.2232 (0.6379)	-3.9673 (-1.1289)
<i>Finan</i>	-0.0112* (-1.7186)	-0.0072 (-0.8086)	-0.0676 (-1.0779)	-0.0612*** (-3.5863)
<i>Riskt</i>	11.8724*** (2.6621)	2.3304 (0.6763)	10.7201 (0.8594)	-3.4265 (-0.4409)
控制变量	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
观测值	4100	4099	705	704
调整 R ²	0.0685	0.0380	0.2637	0.2843

此外,经济政策不确定性(EPU)作为外部经营环境的重要组成部分,势必会影响企业的战略决策。当经济政策不确定性增强时,企业会由于金融市场摩擦加剧而出现融资困难,经营风险也会加剧,为维持企业正常运转,企业实行激进战略动机可能下降。本文预测相较于独立企业,企业集团具有的缓解融资约束和提高风险承担水平的能力更强,在经济政策不确定性较强的情况下,更能保障激进战略的执行。因此,本文从经济政策不确定性的角度来展开异质性分析。本文采用 Baker et al.(2016)构建的经济政策不确定性指数来衡量中国经济政策不确定性。表8给出了分组回归的结果。第(1)、(2)列显示在成长型产业中,高经济政策不确定性组中 $Group \times Finan$ 的估计系数为 0.0375,且在 5% 的水平上显著, $Group \times Riskt$ 的估计系数为 4.4574,且在 1% 的水平上显著;而低经济政策不确定性组两个交乘项估计系数均不显著。这表明在成长型产业中,经济政策不确定性越高,企业集团越能通过缓解融资约束、提高风险承担水平提升企业的战略激进度。在衰退型产业中, $Group \times Finan$ 和 $Group \times Riskt$ 交乘项的估计系数在两个组均无显著差异。

表 8 经济政策不确定性的异质性分析

变量	成长型产业		衰退型产业	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	高 EPU	低 EPU	高 EPU	低 EPU
<i>Group</i>	1.1134 *** (2.6249)	0.1226 (0.3400)	-2.8656 * (-1.6777)	-7.0918 *** (-4.0751)
<i>Group</i> × <i>Finan</i>	0.0375 ** (2.5680)	0.0030 (0.5293)	0.0306 (0.5980)	-0.0162 (-0.3504)
<i>Group</i> × <i>Riskt</i>	4.4574 *** (2.6994)	0.9585 (0.8005)	-1.2649 (-0.2556)	-0.4046 (-0.0799)
<i>Finan</i>	0.0028 (0.1651)	-0.0047 (-0.7954)	0.0100 (0.1201)	0.0505 (0.8717)
<i>Riskt</i>	9.5626 ** (2.2543)	6.0568 ** (2.0650)	0.4048 (0.0385)	9.4658 (1.2384)
控制变量	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
观测值	4124	4075	730	679
调整 R ²	0.0588	0.0582	0.2351	0.4789

4. 稳健性分析

为使结论更为可靠,本文进行如下稳健性检验^①:①更换企业战略指标。本文将衡量企业战略的第一个指标——研发费用与营业收入之比予以剔除,并重新计算企业战略指数。结果表明,在成长型产业中,企业集团成员企业的战略激进度将显著高于独立企业;在衰退型产业中,集团成员企业的战略激进度将显著低于独立企业;而在整合型产业和变革型产业中,集团成员企业的战略激进度与独立企业无明显区别。这与主回归的结论保持一致。②更换产业生命周期指标。为替换前文使用的产业生命周期指标,本文以5年为一个观测周期,依据产业销售额增长率和企业数量增长率两个指标重新测算产业生命周期。回归结果与前文结论保持一致。③更换融资约束指标。为替换前文使用的融资约束指标,本文构造了衡量企业融资约束的变量KZ指数。KZ指数越大,说明企业面临的融资约束程度越大。结果表明,在成长型产业中,企业集团能够通过融资约束缓解促进成员企业执行激进的战略,与上文的发现相同。④更换风险承担指标。为替换前文使用的风险承担指标,本文以3年为一个观测阶段,重新测算企业风险承担水平,具体表示为企业经行业调整后的Roa在3年内(t-1年至t+1年)的标准差。结果表明,企业集团能够通过提高风险承担水平提升处于成长型产业成员企业的战略激进度。

五、进一步分析

1. 排除代理动机

近年来,一些实证研究表明企业集团内部可能存在相对于独立企业更为严重的代理问题,而代

① 稳健性分析结果详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

理问题也可以构成企业集团与成员企业激进战略正向关系的另一种潜在的作用机制。通常,企业内部可能受到两类代理问题的影响。第一类是股东与管理者的利益冲突引致的代理问题,企业管理者出于升职加薪、在职消费以及“构建帝国”等动机,通过寻租、设租等行为谋取私利,直接损害股东权益。根据自由现金流理论(Jensen, 1986),相对于独立企业,集团化经营可以通过增加成员企业现金流,放大管理层代理问题。因此,在成长型产业中,成员企业管理层通过获得企业集团提供的自由现金流,更容易实施“帝国构建”行为,并加剧其战略激进度。第二类代理问题,则是存在于大股东与中小股东之间的代理问题。大股东可能通过挪用资金或关联交易等方式掏空上市公司,并依靠扩大资本的投入以获得控制权私利(王化成等, 2015)。相对于独立企业,企业集团金字塔型的股权结构加剧了所有权和控制权的分离程度,使控股股东为获取控制权私人利益和股权溢价,进行更多无效率的资本投资和并购,侵占中小股东权益的机会主义行为加重。因此,在成长型产业中,控股股东借助于金字塔型股权结构这一便利的“掏空”装置,相对于独立企业有更强的动机鼓励成员企业实施激进的企业战略。因此,出于两类代理问题的动机,处于成长型产业的成员企业均会实行激进的战略决策。本部分将检验并排除这一潜在作用机制。

针对第一类代理问题,本文参考 Ang et al.(2000)的做法,使用管理费用率衡量企业的代理成本。针对第二类代理问题,本文使用投资者保护水平衡量外部投资保护情况。^①同时,本文使用过度投资 and 市场化程度来衡量企业整体的代理问题。当管理费用率越高、投资者保护水平越低、存在过度投资情况、市场化程度越低时,企业的代理问题越严重。如果代理问题是导致本文结果的主要原因,本文预计在高管理费用率组、低投资者保护组、过度投资组、低市场化程度组中, $Group \times Finan$ 、 $Group \times Risk$ 的估计系数和显著性水平将分别大于低管理费用率组、高投资者保护组、非过度投资组、高市场化程度组。然而,回归结果与本文的预期相反,这说明代理问题并不是成长型产业中企业执行激进战略的原因。^②

2. 战略路径分析

前文已证实相比于独立企业,处于成长型产业的成员企业具有较高的战略激进度,那么,激进战略的执行具体体现在哪些方面?本部分将重点考察激进战略实施的具体路径。根据前文的理论分析,处于成长型产业中的企业,不仅需要迅速扩大生产规模以满足市场需求,还需通过提高产品差异化程度以及技术水平以开拓市场并抢占市场先机,为此,本文分别从企业的固定资产投资、无形资产投资、研发投入、并购、技术型并购的角度,进一步考察激进战略的实施路径。

回归结果表明,在成长型产业中,企业集团能够显著促进固定资产投资、无形资产投资和研发投入,尽管没有增加并购行为,却显著提高了企业的技术型并购。^③这说明处于成长型产业的成员企业主要是通过固定资产投资满足市场需求,并通过研发投入、无形资产投资以及技术型并购来提升技术和开拓市场,与预期基本一致。而在整合型产业、变革型产业和衰退型产业中,企业集团则没有显著提高成员企业的固定资产投资、无形资产投资、研发投入、并购和技术型并购。这一结果表明企业集团将更多资源集中投入至具有高增长机会和高盈利能力的成长型产业的成员企业之中,而对增长机会尚未显现的变革型产业以及增长机会逐渐消失的衰退型产业,则较少给予支持。

^① 本文关于投资者保护水平指标的数据,来源于北京工商大学商学院投资者保护研究中心网站(<http://bhzx.btbu.edu.cn>)。该研究中心的学者所构建的中国上市公司投资者保护指数(AIPI),包含五个方面的指标:会计信息质量、内部控制质量、外部审计质量、管理控制质量以及财务运行质量。

^② 排除代理动机的回归结果详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

^③ 战略路径分析的回归结果详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

3. 经济后果分析

前文已经验证了企业集团能够提高战略激进度,但该作用能否改善企业的经济绩效,还有待进一步考察。本文分别用企业经营业绩(*Roa*)和企业价值(*Tobin Q*)来衡量企业的经济绩效。结果表明^①,在成长型产业中,集团成员企业提高战略激进度可以增加企业经营业绩和企业价值。在整合型产业、变革型产业和衰退型产业中,成员企业战略激进度的提升则无法增加企业经营业绩和企业价值。这一结论表明,企业集团基于“优胜者选拔”原则的内部市场资源配置是有效率的。

六、结论与启示

产业生命周期是影响企业战略决策的重要因素。当企业为获得更多市场份额,以谋取未来市场竞争中的领先地位时,通常会实施更激进的战略决策,如更积极的技术创新和市场开拓行为,这种激进的企业战略对于中国新兴产业发展、产业结构优化升级而言尤为重要。而在实施激进战略的过程中,相较于独立企业,企业集团因其内部市场的融资约束缓解和“共同保险”效应,具备更明显的竞争优势。因此,本文着重考察了在不同的产业生命周期阶段中,企业集团与独立企业的战略选择差异及其内在作用机理。

本文基于2004—2019年中国上市公司的研究样本,检验了不同产业生命周期下成员企业的战略选择。主要研究结果表明:企业集团的融资约束缓解机制与“共同保险”机制促进了处于成长型产业的成员企业的战略激进度。异质性分析发现,处于成长型产业的成员企业盈利能力越强、集团中处于成长型与衰退型产业的成员企业的盈利能力差距越大、行业外部融资依赖度越大和经济政策不确定性越高,处于成长型产业的成员企业的战略越激进,这在一定程度上证明了企业集团资源配置的有效性。进一步分析后,本文发现企业集团能显著促进处于成长型产业的成员企业的固定资产投资、无形资产投资、研发投入与技术型并购。此外,本文还验证了在成长型产业中,企业集团能够通过提高战略激进度提升企业的经济绩效。本文的研究还具有一定的政策启示:

(1)继续鼓励企业集团的发展,在“稳中求进”中促进高质量发展目标的实现。当前,中国既面临“六稳”工作任务,也肩负着结构性改革和推动高质量发展的长远目标。企业集团一般被认为具有稳定产业链、供应链以及“稳投资”的作用,本文印证了企业集团的“共同保险”功能,以及抵御经济政策不确定性的作用。在当前外部不确定性增强、国际间产业竞争愈发激烈的环境下,做大做强国内的企业集团是抵御国际市场风险的必要举措。本文发现,企业集团能够主动从衰退型产业撤出,同时加速布局成长型产业,并在成长型产业中积极进行投资和技术创新,这意味着企业集团有助于调整供给结构,为高质量经济发展提供新动力。总而言之,企业集团这一组织结构可以发挥“稳中求进”的积极作用。在当前中国所处的发展关键期,仍然需要鼓励企业集团的发展,使其助力中国的供给侧结构性改革和经济的高质量发展。

(2)将鼓励企业兼并重组的产业政策作为促进产业结构转型升级、经济增长新旧动能转换的有效抓手。一方面,鼓励大型企业或企业集团对衰退型产业中的企业进行跨行业兼并重组,有利于淘汰落后产能和僵尸企业,避免过度补贴负担。本文发现,企业集团更容易从衰退型产业中进行战略抽离,而独立企业相对而言更加难以从衰退型产业中退出。这一结论的启示在于,通过优势企业对衰退型产业的跨行业并购,有利于衰退型产业中的企业有序退出,避免造就一批僵尸企业以及付出

^① 经济后果分析的回归结果详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

过多的补贴成本。另一方面,鼓励企业兼并重组的产业政策也有利于战略性新兴产业的发展壮大。正如“十四五”规划在论述关于发展战略性新兴产业时指出,要“鼓励企业兼并重组”。由于中国新兴产业相对于发达国家布局较晚,模仿创新形成的“后发优势”容易促使中国政府和企业对有前景的新产业和新技术的判断形成共识,并以较低的市场风险和创新风险实现战略性新兴产业的健康发展。本文发现,由兼并重组建立起来的企业集团能够从全局筹划与顶层设计上有效发挥内部资本市场的资金调集和“共同保险”作用,支持处于成长型产业的成员企业的激进战略,通过加大固定资产投资满足产能需求,同时通过加大研发投入和进行技术型并购实现技术升级。因此,在新兴产业发展中鼓励兼并重组,能加快产业的跨越式发展和战略性新兴产业做大做强。

(3)推进企业兼并重组时,要注重有效市场和有为政府的结合。一方面,鼓励企业集团发展时要允许市场准入和保持市场的活力,使市场在资源配置中起决定性作用,不宜通过构建行政壁垒的方式保护重组后的大企业和企业集团,而应鼓励和支持经受市场竞争的洗礼所选择出来的企业集团,否则可能造成企业集团大而不强,并反过来阻碍产业的技术升级。本文发现,尽管成长型产业和整合型产业均存在大量潜在的增长机会,但不同的是,由于成长型产业存在源源不断的市场竞争,企业集团可以积极发挥组织结构的优势,而在整合型产业中,市场竞争格局较为固化,企业集团难以发挥其促进产业发展的作用。另一方面,有为政府要进一步打破行政分割与市场壁垒,加速全国统一大市场建设,以使得跨地区经营的企业集团能够利用母国市场加快自身发展,并带动产业升级。此外,后发国家的政府在产业甄别上更具备信息优势,能够有效利用与发达国家之间的差距率先识别产业转型方向,在企业集团跨产业配置资源时,政府可发挥积极引导作用。

(4)完善金融结构服务实体经济发展,优化战略性新兴产业的融资环境。本文的结论显示,企业集团内部资本市场带来的融资约束缓解机制有助于处于成长型产业成员企业的战略激进度提升,表明在新兴产业发展过程中,融资困境的纾解至关重要。然而,在中国当前以传统大银行为主导的金融结构下,成长型产业中企业的融资需求往往面临金融供给不匹配的问题,这势必对新兴产业的发展和新动能的培育造成严重制约。为此,应通过发展科技金融、多层次资本市场、中小银行等多元化金融安排,开拓新兴产业成长的融资渠道,着力缓解新兴产业发展面临的融资约束。

〔参考文献〕

- [1]蔡卫星,倪晓然,赵盼,杨亭亭.企业集团对创新产出的影响:来自制造业上市公司的经验证据[J].中国工业经济,2019,(1):137-155.
- [2]韩鹏飞,胡奕明,何玉,王海峰.企业集团运行机制研究:掏空、救助还是风险共担[J].管理世界,2018,(5):120-136.
- [3]黄俊,陈信元.集团化经营与企业研发投入——基于知识溢出与内部资本市场视角的分析[J].经济研究,2011,(6):80-92.
- [4]连燕玲,叶文平,刘依琳.行业竞争期望与组织战略背离——基于中国制造业上市公司的经验分析[J].管理世界,2019,(8):155-172.
- [5]刘刚,于晓东.高管类型与企业战略选择的匹配——基于行业生命周期与企业能力生命周期协同的视角[J].中国工业经济,2015,(10):115-130.
- [6]孟庆斌,李昕宇,张修平.卖空机制、资本市场压力与公司战略选择[J].中国工业经济,2019,(8):155-173.
- [7]任云.“失去的20年”与“安倍经济学”增长战略[J].国际经济评论,2014,(4):121-140.
- [8]王化成,曹丰,叶康涛.监督还是掏空:大股东持股比例与股价崩盘风险[J].管理世界,2015,(2):45-57.
- [9]杨全胜,齐云飞,吴昊旻.行业成长性影响公司现金持有吗[J].管理世界,2016,(1):153-169.

- [10]余明桂,李文贵,潘红波.管理者过度自信与企业风险承担[J].金融研究,2013,(1):149-163.
- [11]张明,蓝海林,陈伟宏,曾萍.殊途同归不同效:战略变革前因组态及其绩效研究[J].管理世界,2020,(9):168-186.
- [12]周黎安,罗凯.企业规模与创新:来自中国省级水平的经验证据[J].经济学(季刊),2005,(2):623-638.
- [13]中国民生银行研究院.日本经济发展兴衰的启示与借鉴[J].中国商界,2017,(1):90-95.
- [14]Almeida, H., C. S. Kim, and H. B. Kim. Internal Capital Markets in Business Groups: Evidence from the Asian Financial Crisis[J]. *Journal of Finance*, 2015, 70(6):2539-2586.
- [15]Ang, J., R. Cole, and J. Lin. Agency Costs and Ownership Structure[J]. *Journal of Finance*, 2000, 55(1):81-106.
- [16]Baker, S. R., N. Bloom, and S. J. Davis. Measuring Economic Policy Uncertainty[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2016, 131(4):1593-1636.
- [17]Belenzon, S., and T. Berkovitz. Innovation in Business Groups[J]. *Management Science*, 2010, 56(3):519-535.
- [18]Bentley, K. A., T. C. Omer, and N. Y. Sharp. Business Strategy, Financial Reporting Irregularities, and Audit Effort[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2013, 30(2):780-817.
- [19]Eichengreen, B., D. Park, and K. Shin. Growth Slowdowns Redux: New Evidence on the Middle-Income Trap[R]. NBER Working Paper, 2013.
- [20]Faccio, M., R. Morck, and M. D. Yavuz. Business Groups and the Incorporation of Firm-specific Shocks into Stock Prices[J]. *Journal of Financial Economics*, 2021, 139(3):852-871.
- [21]Ferris, S. P., K. A. Kim, and P. Kitsabunnarat. The Costs (and Benefits?) of Diversified Business Groups: The Case of Korean Chaebols[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2003, 27(1):251-273.
- [22]Giannetti, M., G. Liao, and X. Yu. The Brain Gain of Corporate Boards: Evidence from China[J]. *Journal of Finance*, 2015, 70(4):1629-1682.
- [23]Gopalan, R. and K. Xie. Conglomerates and Industry Distress[J]. *Review of Financial Studies*, 2011, 24(11):3642-3687.
- [24]Habib, A., and M. M. Hasan. Business Strategies and Annual Report Readability[J]. *Accounting and Finance*, 2020, 60(3):2513-2547.
- [25]Hambrick, D. C. Some Tests of the Effectiveness and Functional Attributes of Miles and Snow's Strategic Types[J]. *Academy Management Journal*, 1983, 26(1):5-26.
- [26]He, J., X. Mao, O. M. Rui, and X. Zha. Business Groups in China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2013, 22(5):166-192.
- [27]Higgins, D., T. C. Omer, and J. D. Phillips. The Influence of a Firm's Business Strategy on Its Tax Aggressiveness[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2015, 32(2):674-702.
- [28]Jensen, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[J]. *American Economic Review*, 1986, 76(2):323-329.
- [29]Khanna, T., and Y. Yafeh. Business Groups and Risk Sharing around the World[J]. *Journal of Business*, 2005, 78(1):301-340.
- [30]Klepper, S. Entry, Exit, Growth, and Innovation over the Product Life Cycle[J]. *American Economic Review*, 1996, 86(3):562-583.
- [31]Kock, C. J., and M. F. Guillén. Strategy and Structure in Developing Countries: Business Groups as an Evolutionary Response to Opportunities for Unrelated Diversification[J]. *Industrial and Corporate Change*, 2001, (10):77-113.
- [32]Maksimovic, V., and G. Phillips. The Market for Corporate Assets: Who Engages in Mergers and Asset Sales and Are There Efficiency Gains[J]. *Journal of Finance*, 2001, 56(6):2019-2065.
- [33]Maksimovic, V., and G. Phillips. The Industry Life Cycle, Acquisitions and Investment: Does Firm Organization Matter[J]. *Journal of Finance*, 2008, 63(2):673-708.

- [34] McGahan, A. M., N. Argyres, and J. A. C. Baum. Context, Technology and Strategy: Forging New Perspectives on the Industry Life Cycle[J]. *Advances in Strategic Management*, 2004, 21(1):1–21.
- [35] Miles, R. E., and C. C. Snow. *Organizational Strategy, Structure and Process* [M]. Palo Alto: Stanford University Press, 2003.
- [36] Porter, M. E. Competitive Strategy[J]. *Measuring Business Excellence*, 1997, 1(2):12–17.
- [37] Rajan, R. G., and L. Zingales. Financial Dependence and Growth[J]. *American Economic Review*, 1998, 88(1):559–586.
- [38] Steen, E. V. A Formal Theory of Strategy[J]. *Management Science*, 2016, 63(8):2616–2636.
- [39] Tang, J., M. Crossan, and W. G. Rowe. Dominant CEO, Deviant Strategy, and Extreme Performance: The Moderating Role of a Powerful Board[J]. *Journal of Management Studies*, 2011, 48(7):1479–1503.

Business Groups, Industrial Life Cycle and Strategic Choices

XING Fei¹, CHEN Shi-ying¹, CAI Jia-yao^{2,3}

- (1. School of Economics, HuaZhong University of Science and Technology, Wuhan 430074, China;
2. Institute of New Structural Economics, Peking University, Beijing 100871, China;
3. National School of Development, Peking University, Beijing 100871, China)

Abstract: The strategic decisions of cross-industry operating business groups at different stages of the industrial cycle are relevant to both the group's own development and transformation at the micro level and the macroscopic goal of optimizing and upgrading China's industrial structure. This paper examines the differences in strategic choices between business groups and independent enterprises in the context of the industrial life cycle, using a sample of Chinese listed enterprises from 2004 to 2019. It finds that business groups promote the strategic aggressiveness of member firms compared to independent enterprises, and this role is mainly reflected in growth industries. In terms of the mechanism of action, the group facilitates the strategic aggressiveness of member firms in growth industries through a combination of financing constraint mitigation and co-insurance mechanisms. The heterogeneity analysis reveals that in terms of intra-group characteristics, the greater the profitability of firms in growth industries, and the greater the gap between the profitability of firms in growth and declining industries, the more aggressive the strategies of member firms in growth industries; in terms of external business environment, the greater the dependence of the industry on external financing and the higher the uncertainty of economic policies, the more aggressive the strategies of members in growth industries. Further, this paper finds that the growth industry member firms have been able to adjust their strategies by expanding their investments in fixed assets, intangible assets, R&D, and technology-based M&A, and that the implementation of aggressive strategies can improve their economic performance. This paper helps to clarify the micro-mechanisms and industrial boundary conditions that facilitate aggressive strategy formulation by business groups, and can provide policy insights for the formulation of industrial organization policies and industrial structure optimization and upgrading in China.

Keywords: business groups; industrial life cycle; corporate strategy; financing constraints; co-insurance effect

JEL Classification: D23 I22 O21

[责任编辑:李鹏]